

1. Das Ende bipolarer Simplizität

Die Situation sei noch nie so komplex gewesen wie heute. Die Aussage ist trivial und wurde vermutlich gerade deswegen schon zu jeder Zeit als zutreffend aufgefasst. Man hört sie heute wieder auf Schritt und Tritt. In der Tat erscheinen uns ja einige Entwicklungen der letzten Monate als ziemlich komplex und deshalb bedrohlich. Weltpolitisch brodeln es an allen Ecken und Enden der Erde, innenpolitisch scheinen unsere Behörden von einer Ratlosigkeit in die andere zu straucheln, wirtschaftlich beherrschen lange Gesichter und hängende Köpfe das Bild. Wer nach Rezepten zur Bewältigung der Krise sucht, sucht vergebens.

Was ist denn an der heutigen Situation so anders, so viel komplexer als früher, fünf, zehn Jahre zurück? Die Antwort liegt auf der Hand: Bis zum Zusammenbruch des Ostblocks hat eben ein bipolares, d.h. auf die beiden Machtzentren fixiertes Weltbild unsere Wahrnehmung und unser Denken beherrscht. Fast alles, was auf unserem Globus im grossen wie im kleinen geschah, war letztlich auf den Machtkampf zwischen den beiden Supermächten USA und UdSSR zurückzuführen. Kein Konflikt, bei dem es nicht um die Interessensphären der beiden Grossmächte gegangen wäre, kein politischer Entscheid, der nicht wenigstens implizit auch unter dem Gesichtspunkt der Entscheidung zwischen Kommunismus und Kapitalismus gestanden wäre. Und keine Situation, die nicht unter dem Diktat der Supermächte bereinigt, gemanagt worden wäre.

Vierzig Jahre bipolaren Denkens haben insofern blind gemacht, als es die Welt auf ein *viel zu einfaches Grundmuster* hinunterreduzierte. Alles war eigentlich recht leicht verständlich. Wir wähten die internationale Politik als zwar gefährliches, aber immerhin beherrschbares Spiel zweier Supermen. Wir glaubten an die Machbarkeit von Weltwirtschafts-, Entwicklungs- und Umweltpolitik. Und siehe da - nun trifft dies alles nicht mehr zu. Kein Konfliktherd der Erde mehr, bei dem es noch um die Auseinandersetzung zwischen Ost und West ginge. Im ehemaligen Jugoslawien, in Somalia, in Südafrika, am Schwarzen Meer, in Korea, im Irak: Die Zahl der Interessensphären hat sich vervielfacht, es gibt keine leicht verständlichen Situationen mehr.

2. Rette sich, wer kann!

Das Ende der Unterordnung von Nationen und Individuen unter den ost-westlichen Interessenkonflikt hat dazu geführt, dass nun wieder jeder primär seine eigenen Ziele verfolgen kann, bzw. will oder muss. Was uns in sehr unsympathischer Weise als "ethnische Säuberungen" in Jugoslawien begegnet, ist nichts anderes als eine Extremform des Verhaltensmusters, an

das wir uns nun gewöhnen müssen: dass nämlich Völker und Individuen einen Kampf um ihr Ueberleben führen werden, "Struggling for Life" im Sinne Darwins, "Struggling for better Life" im Sinne Adam Smith's.

Die so bequeme bipolare Blindheit lässt viele neue Phänomene der Weltpolitik und der Weltwirtschaft unerkannt an unseren Augen vorbeiziehen. So ist beispielsweise ein unerbittlicher Machtkampf zwischen der Türkei und Iran um die ehemaligen Sowjetrepubliken wie Kasachstan, Usbekistan oder Aserbeidschan im Gange. Im wesentlichen geht es darum, ob diese (immens grossen!) Länder in Zukunft den Ayatollahs gehorchen werden oder der industrialisierten und zivilisierten Welt als Partner zur Verfügung stehen. Wer von uns aber weiss denn schon davon? Oder: China ist zum Waffenxporteur Nr. 1, namentlich in die dritte Welt, geworden. Die Geschäfte laufen exzellent, und die Qualität des Materials ist dank Zugang zu amerikanisch-japanischer Computertechnologie hervorragend. Wer von uns überlegt sich aber die Implikationen solcher Entwicklungen? Ist man sich denn im klaren, dass der Vorgang nicht mehr rückgängig zu machen und kontrollierbar ist?

Wir sind weit entfernt von einer befriedeten, sauber gemanagten Welt. F.A. von Hayek hatte schon vor Jahren vor dem "Mirage of Social Justice" gewarnt. Was schon in einzelnen Staaten nicht gelingen mag, nämlich der planbare, durchorganisierte Ausgleich zwischen Individuen und gesellschaftlichen Gruppen, ist im internationalen Kontext eines bei weitem noch komplexeren Systems im wahrsten Sinne des Wortes undenkbar. Wir müssen uns damit abfinden, dass *die Welt weitgehend ungemütlich, gefährlich und unberechenbar* sein wird.

3. Der Wettbewerb beginnt erst jetzt

Und ob wir es wollen oder nicht: Wir werden Teil dieser neuen Ordnung sein. Das muss uns gerade auch in wirtschaftlicher Hinsicht völlig bewusst sein. Wenn bei uns die Arbeitsstunde eines Fabrikarbeiters 25 Franken kostet und der soziale "overhead" uns dann mit noch einmal 10 Franken belastet, für die Arbeitsstunde beispielsweise eines Inders aber weniger als 1 Franken zu bezahlen ist, dann wird uns das irgendwann einmal und möglicherweise schon bald beschäftigen. Das "Struggling for Life" der Völker hat einen Wettbewerb zwischen den Kosten der Produktionsfaktoren bewirkt, dem wir uns nicht werden entziehen können.

Der Wettbewerb zwischen den *Rahmenbedingungen* wird gerade in Ländern wie der Schweiz zu grossen und politisch sehr schwierigen Auseinandersetzungen führen. Das Beispiel der teilweisen *Abschaffung der Stempelsteuer* in unserm Land illustriert dies deutlich. Die Erhebung einer Abgabe auf Wertschriftentransaktionen war so lange kein grösseres Problem, als der Finanzplatz Schweiz nicht durch andere Plätze ernstlich konkurrenziert wurde. Heute sieht das anders aus. Der Anleger fast jeder Grössenordnung kann durchaus nach London, New York oder Tokyo ausweichen. Die Stempelsteuer ist zu einem echten Existenzproblem eines unserer wichtigsten Wirtschaftszweige geworden. Die Gegnerschaft rekrutiert

sich aus Leuten, denen "Struggling for Life" deshalb unbekannt ist, weil sie als Bezüger fester Löhne noch gar nie daran gedacht haben, dass es so etwas geben könnte. Wem das Manna aus dem Himmel fällt, der braucht sich nicht um Banalitäten wie Existenzsicherung zu kümmern. (Wir erlauben uns, den Schweizer Lesern unseres Anlagekommentars eine Broschüre zum Thema Stempelsteuer im Hinblick auf die Abstimmung vom 27. September beizulegen.)

Die vorgesehene Einführung einer Quellensteuer auf Zinsen (euphemistisch "Zinsabschlag" genannt) in der Bundesrepublik Deutschland zeigt ebenfalls sehr deutlich den geringen Spielraum der Behörden bei der Neuformulierung von Rahmenbedingungen auf. Hätte die Bundesregierung höhere Sätze als 30 Prozent auf Zinszahlungen (resp. 35 Prozent für sogenannte Tafelgeschäfte) gewählt und hätte sie zudem die Auslandbanken (u.a. auch unser Haus) nicht generell von der Steuerpflicht befreit, so wäre ihr ein gefährlicher Kapitalabfluss gewiss gewesen. Schon jetzt muss der deutsche Fiskus ja höhere Zinsen für seine Schulden bezahlen als ein erstklassiger Euro-Schuldner. Mit anderen Worten sorgt das komplexe Umfeld der internationalen Finanzmärkte für eine Disziplinierung deutscher Steuerbegehrlichkeiten.

4. Das Wasser am Hals

"Struggling for Life" ist auch das zutreffende Stichwort in bezug auf die Befindlichkeit der Wirtschaft. Wir befinden uns in einer weltweiten Deflation. Der Commodity-Index notiert auf Tiefststand. Das Geldmengenwachstum ist, gemessen an den erweiterten Aggregaten M2 und M3, weltweit gering. Die Kreditschöpfung ist rückläufig, insbesondere was die privaten Schuldner betrifft; Geldaufnahmen im grossen Stil betreibt nur noch die öffentliche Hand. Die Banken sind von einer Strategie des Marktanteilgewinns zu einer Politik der Qualitätsverbesserung ihrer Ausleihungen übergegangen. Die Unternehmensgewinne sind vielerorts extrem geschrumpft. Die Immobilienpreise sind weiterhin rückläufig. Arbeitskraft ist, global gesehen, billig geworden.

Dieses Bild trifft, zwar in unterschiedlichem Ausmass, praktisch global zu. Die Wirtschaftssituation in den USA haben wir bei früherer Gelegenheit ausführlich beschrieben. Daran hat sich bis heute nichts Wesentliches geändert. Die grosszügige Geldpolitik (M1) des Fed schlägt kaum bis auf das Niveau der Realwirtschaft (M2 und M3) durch. Die amerikanischen Banken finanzieren mit billigem Geld die zusätzliche Verschuldung des Staates und sanieren sich mit der durch die positive Zinskurve gegebenen Marge. Der private Sektor investiert nicht; eine konsumbezogene Belebung liegt unseres Erachtens vorderhand noch ausser Reichweite. "Erfolgsmeldungen" wie ein leichter Anstieg bei den Autoverkäufen oder bei den sogenannten "housing starts" müssen in einem Wahljahr mit Vorsicht aufgenommen werden. Zudem ist das Niveau dieser Indikatoren dermassen tief, dass eine Zunahme leicht einmal zu erreichen ist. Irgendwann muss ein Auto ja ersetzt werden, und ein amerikanisches Haus ist auch nicht für die Ewigkeit gebaut.- Zumindest vorderhand kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, dass "Struggling for Life" in Amerika eher einem "Muddling Through" gleichkomme...

Die Bundesrepublik Deutschland bildete bislang im düsteren Konjunkturmilieu noch eine Ausnahme, bedingt durch den Wiedervereinigungsboom. Nun sind aber die Zeichen für eine *Verdüstterung des germanischen Konjunkturmilieus* ebenfalls unverkennbar geworden. Wesentliche Wirtschaftsindikatoren wie die Einzelhandelszahlen, der Auftragseingang bei der Industrie sowie der Export tendieren negativ. Wachstumsstark sind noch die Bauwirtschaft und Teile des Ausrüstungssektors; der Konsumboom nach Einführung der Währungsunion ist aber definitiv vorbei.

Die *Schweizer Konjunktur ist schwächer*, als man allgemein zugeben möchte. Der Auftragseingang in der Industrie ist klar rückläufig. Die Arbeitslosigkeit hat seit Mitte 1990 stark zugenommen, die Zahl der offenen Stellen hat sich seit 1990 weit mehr als halbiert. Diese negative Entwicklung beginnt sich nun auch auf den Konsum zu übertragen. So ist der Absatz neuer Personenwagen deutlich zurückgegangen, die Nachfrage für dauerhafte Konsumgüter ist praktisch eingebrochen, und der Inlandtourismus beginnt ebenfalls unter der Konjunkturflaute zu leiden. Überall ist von Stellenabbau die Rede; jüngstes Beispiel ist die Schweizerische Volksbank, die 500 Arbeitsplätze streichen wird. Die Gürtel werden enger geschnallt.

5. Realzinsen verändern Strukturen

In diesem deflationären Umfeld bestimmen nach wie vor hohe Realzinsen das Bild in Europa. Die Situation erscheint im historischen Vergleich geradezu *absurd* zu werden. In Zeiten wirklich ernsthafter Inflation wie beispielsweise 1974 mit 11 Prozent rentierte eine Bundesobligation 7,3 Prozent. Dieselbe Rendite verzeichnen wir heute bei einer Inflationsrate von 3 bis 4 Prozent. Stets wird aber noch von der Notwendigkeit grösster monetärer Disziplin gesprochen. Es geht uns sicher nicht darum, einer zügellosen Stop-and-Go-Politik der Notenbanken, wie wir sie aus unseligen früheren Zeiten noch kennen, das Wort zu reden. Aber das geldmengenmässige Abwürgen der Wirtschaft hat mit monetärem Können ebensowenig zu tun wie das Inflationieren in keynesianischer Manier.

Man muss sich im klaren sein, welche Strukturveränderungen das gegenwärtige monetäre Umfeld mit den hohen Realzinsen zur Folge hat: Es findet eine gnadenlose Vermögensvernichtung statt. Nimmt man beispielsweise von den 260 Firmen, die ihre Aktien an der Zürcher Börse kotiert haben, die rund 80 von Familien beherrschten Unternehmungen, so hat deren Börsenkapitalisierung vor 5 Jahren noch weit über 50 Mrd. Franken betragen. Heute sind sie noch die Hälfte wert, nämlich rund 23 Mrd. Franken. Die genannten Firmen beschäftigen direkt ungefähr 300'000 Personen in der Schweiz, mit Zulieferern vermutlich etwa eine halbe Million Arbeitskräfte. Die *Vermögensvernichtung* beginnt nun Strukturen zu zerstören. Haben wir den Fall von Hasardeuren à la Rey noch mit Genugtuung aufgenommen, müssen wir heute zur Kenntnis nehmen, dass nun gesunde Substanz angegriffen wird.

Wie sich die Situation präsentiert, so kann die Hochzinspolitik, selbst in Deutschland, nicht mehr lange weiter-

gehen. Die Märkte werden die Notenbanken dazu zwingen, die Geldpolitik zu ändern. Im Klartext heisst das, dass in Europa mit sinkenden Zinsen zu rechnen ist, wenn auch nicht gerade in so extremer Weise wie in den USA. Nach wie vor ist es aber schwierig, den Zeitpunkt für eine solche Richtungsänderung zu prognostizieren. Die Deutsche Bundesbank hat bis heute eine sehr konsequente Linie verfolgt, und es zeichnet sich nicht ab, dass eine der anderen europäischen Notenbanken sich vom Frankfurter "Vorbild" abzukoppeln vermöchte.

6. Börsen ohne grossen Spielraum

Für die Aktienmärkte besteht in einem Umfeld hoher Realzinsen und inverser Zinsstrukturen wenig Spielraum. Die Opportunitätskosten für ein Engagement am Aktienmarkt sind bei den hohen Zinsen sehr hoch. Entsprechend *dünn* ist die *Nachfragesituation* an den Aktienbörsen. Wir halten den Anteil an Aktien in unseren Portefeuilles deshalb nach wie vor gering. Es ist nämlich zudem auch nicht auszuschliessen, dass der Weg zu einer Neuorientierung der Notenbankpolitik in Europa holprig sein könnte und von unangenehmen Erscheinungen an den Börsen begleitet. Die Rezession wird negative Folgen bei den Unternehmensgewinnen zeitigen, und dies dürfte sich dann auch in den Aktienkursen niederschlagen. Auch plötzliche Aengste und Panikreaktionen bezüglich des ganzen Finanzsystems sind nicht auszuschliessen, wenn man etwa an die völlig undurchsichtige Situation in Japan denkt...

In unserem kleinen Aktienportefeuille haben sich die Blue Chips wie GS Roche, Ciba, Sandoz und Nestlé gut bewährt. Die Finanzwerte haben während der mehr als dreijährigen restriktiven Notenbankpolitik übermässig gelitten und notieren tiefe Kurse. Titel wie SBG, Bâloise, Rückversicherung und Zürich stehen bei uns oben auf der Kaufliste, wenn sich das monetäre Umfeld ändert. In Deutschland stehen für uns nach wie vor Commerzbank, Siemens, RWE und Veba im Vordergrund. Von den Aktienmärkten in den USA und in Japan halten wir uns nach wie vor fern.

7. Währungsüberlegungen

Unsere *vorsichtige Haltung* gegenüber dem US-\$ hat sich in den letzten Monaten bewährt. Der enorme Zinsnachteil gegenüber den europäischen Währungen musste sich bei der erneuten Zinssatzsenkung negativ auswirken. Die Zinsdivergenz wird über die nächste Zeit noch anhalten, so dass sich von dieser Warte aus keine Verbesserung für die amerikanische Währung ergeben könnte. In bezug auf die Kaufkraftparität ist der Dollar nun allerdings billig, zudem scheinen die Notenbanken zu einer aktiven Währungspolitik entschlossen zu sein. Insgesamt ergibt sich also eine Bandbreite für den Dollar mit einer unteren Grenze bei etwa SFr. 1.29 und einer oberen bei etwa SFr. 1.45.

DM- und Gulden-Anlagen sind gegenüber SFr.-Anlagen wegen ihres Zinsvorteils stets noch interessant, das Währungsrisiko hält sich unseres Erachtens in engen Grenzen. Dasselbe würde eigentlich auch für ECU-Anlagen gelten, hätten nicht Unwägbarkeiten bezüglich der weiteren Aussichten

für die europäische Integration den ECU-Bondmarkt verunsichert. Der Anteil harter Währungen am ECU-Korb ist mit über 60 % so hoch, dass zumindest währungsmässig die Risiken nicht übermässig sind. Der Anteil an Euro-Währungen in unseren Portefeuilles ist unverändert hoch.

8. Anlagepolitik von Wegelin & Co.

<i>Nach Anlagekategorien</i>				<i>nach Währungen</i>			
Aktien	Schweiz	10 - 20	%	SFr.	40 - 60	%	
	Europa	10 - 20	%	Euro-Block	40 - 60	%	
	USA, Japan	0	%	US-\$, £	0 - 15	%	
Total Aktien		15 - 20	%				
Obligationen		50 - 70	%				
Edelmetalle und Goldminentitel		0 - 5	%				
Liquidität		20 - 30	%				

9. Geld- und Kapitalmarkt

Die untenstehenden Ausführungen dienen nur der Information; sie stellen keine Kaufs- oder Verkaufsempfehlungen dar.

SFr.-Obligationen

Inländische Schuldner

Val.Nr.		Verfall	Kurs	Rendite
050.299	4 1/2 % S K A (Wandel)	31.03.95	93.25 %	7.46 %
120.653	2 % Sulzer ex	02.07.96	82.50 %	7.34 %
022.440	2 1/4 % Stadt Zürich ex	26.05.96	84.75 %	6.98 %
110.162	0 % Roche Holding ex	15.05.97	71.50 %	7.31 %
124.659	4 1/4 % Winterthur ex	27.07.98	86.75 %	7.05 %
015.763	7 % Schweiz. Eidgen.	09.07.01	99.00 %	7.15 %
090.377	7 1/2 % S B G nachr.	10.07.02	99.25 %	7.61 %
026.863	7 3/8 % Thurg. Kantonalbank	15.09.02	100.25 %	7.34 %

Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

533.676	5 3/4 % Allianz Finance ex	10.05.96	95.00 %	7.32 %
535.005	4 1/4 % Deutsche Finance ex	09.09.97	87.50 %	7.29 %
638.723	5 % Australien	30.10.98	89.50 %	7.15 %
423.745	7 1/4 % Asfinag (Oesterreich)	25.06.00	101.50 %	7.00 %
669.367	7 3/8 % Ontario Hydro	09.01.01	101.75 %	7.08 %
482.457	7 1/2 % Haute Savoie	07.08.02	103.00 %	7.07 %
666.665	5 % Hydro-Quebec	25.05.02	81.00 %	7.87 %

Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

DM

291.557	8 % B R D S.89	20.02.95	98.05 %	9.02 %
638.732	6 1/4 % Australien	01.03.96	92.65 %	8.73 %
597.643	8 1/4 % Norwegen	03.02.97	100.10 %	8.20 %
536.433	8 % Dresdner Finance BV	17.03.98	98.45 %	8.34 %
291.580	8 1/2 % B R D	20.02.01	101.90 %	8.22 %
423.759	8 % Oesterreich	17.06.02	98.50 %	8.22 %
294.700	8 1/4 % Deutsche Bundespost	01.08.02	99.80 %	8.28 %

Hfl.

534.099	6 1/4 % Niederlande	01.05.95	93.85 %	8.88 %
536.494	8 1/2 % Rabobank	03.07.97	100.85 %	8.27 %
535.331	9 % Niederlande	15.05.00	102.80 %	8.48 %
536.475	8 1/4 % Niederlande	15.06.02	99.45 %	8.33 %

ECU

309.309	9 % Lkb Baden-Württemberg	10.10.94	97.37 %	10.39 %
597.626	9 % Norwegen	01.07.96	99.20 %	9.24 %
882.065	8 1/2 % KfW Int. Finance	12.02.97	96.25 %	9.54 %
435.256	9 1/4 % E W G	18.03.98	99.37 %	9.46 %
359.971	9 1/8 % Grossbritannien	21.02.01	98.25 %	9.49 %

US\$

536.364	6 1/2 %	Toyota Motor Fin.	15.11.94	104.65 %	4.28 %
597.645	7 1/4 %	Norwegen	14.04.97	106.00 %	5.74 %
896.402	3 1/2 %	Roche Holding ex	16.05.01	78.00 %	6.94 %

£

360.862	13 3/4 %	British Telecom	14.02.93	101.50 %	10.17 %
554.049	11 %	Deutsche Bank Fin.	19.01.94	101.25 %	10.41 %
299.146	10 1/4 %	Bayerische Hypobank	06.02.97	101.62 %	9.75 %

Mittelfristige Anlagen in SFr.

Terminhefte

fester Laufzeit, Aenderungen jederzeit vorbehalten)

3 - 4 Jahre	7 1/4 %	5 - 8 Jahre	7 %
-------------	---------	-------------	-----

Kassaobligationen

(auf Wunsch steht eine Liste der Konditionen verschiedener Banken zur Verfügung)

7 - 7 1/2 % je nach Institut und Laufzeit

Kurzfristige Anlagen

- Depositionenkonto 3 1/2 % für Wertschriftenverkehr
(Freigrenze für Barrückzüge Fr. 20'000.-- pro Monat)

Festgeldsätze	3 Mt	6 Mt	12 Mt
SFr. Inland	7 7/8 %	7 7/8 %	7 3/4 %
SFr. Euro	8 %	8 1/8 %	8 %
DM	9 1/2 %	9 1/2 %	9 1/2 %
ECU	10 5/8 %	10 5/8 %	10 3/8 %
US\$	3 %	3 1/8 %	3 1/4 %

Diese Sätze sind unverbindlich, da sie täglich wechseln.

Alle Schweizerfranken-Anlagen im Inland unterliegen einer Verrechnungssteuer von 35 %, die auch von Ausländern im Rahmen der bestehenden Doppelbesteuerungsabkommen zurückgefordert werden kann.

Selbstverständlich kann dieses Bulletin nicht die persönliche Anlageberatung ersetzen. Für alle aktuellen Auskünfte und zur Besprechung Ihrer Anlageprobleme stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen